

2022年3月期第1四半期 機関投資家・アナリスト向け電話会議  
質疑応答要旨

日時：2021年8月11日（水） 16:00~17:00

回答者：経営企画ユニット長 西村 泰介

【TALによるWestpac Life買収（以下「本案件」という）】

Q 本案件におけるIRRは何%程度を想定しているか。3年前にSuncorp Life（以下「Suncorp」という）を約500億円で買収しているが、豪州における買収案件のトラックレコードとして、買収後のリターンやコストシナジーがどうであったか教えてほしい。

A まず、本案件の戦略的意義について大きく2点説明したい。1つはWestpac Lifeが持つ既契約ブロックの取得、もう1つはWestpac銀行との独占販売提携契約を通じたTALの顧客基盤拡大である。

既契約ブロックの取得は、当社グループが志向する保障性商品を中心とした保険リスクテイクの拡大につながる。Westpac Lifeは直近、所得補償保険や就業不能保険等で保険金支払率が悪化し、損失を計上しているが、TALは厳格にデューデリジェンスを行った上で、発生率などの前提条件の変更等を適切に買収価格に反映させている。更に、買収後はTALの経営ノウハウを注入することでコストシナジーを実現し、収益改善を図る。ここに顧客基盤拡大の効果も加え、買収後の統合作業（Post Merger Integration）（以下「PMI」という）完了後の3年目において、投資金額対比で10%を超える135百万豪ドルのグループへのキャッシュ貢献を見込んでおり、IRRは10%以上を確保可能と見込んでいる。

過去のSuncorpの買収案件も、コストシナジー等を見込んだ案件であり、本件と性質的に近いものであった。同案件では、ランニングコストは買収当初に想定していた金額の約6割程度に抑えることが可能となるなど、計画を上回るPMIが実現できており、利益水準は、一時的な要因による変動もあるがだいたい年40-50百万豪ドルの水準を確保しており想定通りである。またSuncorpの現在のEVは買収価格よりも十分に高いと考えている。

以上より、本案件においても、Suncorp案件と同様にTALのノウハウを活用することで、十分なリターンを創出することが可能と考えている。

Q Westpac社のプレスリリースで本案件のP/EV倍率が0.96倍と示されている。本案件のグループEEVへの具体的な貢献額はどの程度か？

A ご質問のP/EV倍率は売り手側がプレスリリースした数値である。当社のEVに計上される具体的な金額は未確定であり、コメントは差し控える。

Q 本案件に関して、PBRが0.5倍程度との記載があるが、純資産と買収価格の差額については負ののれんが発生し、特別利益として一括処理するのか。

A 当社は豪州のIFRS会計を一部組替えてJ-GAAP会計に取込む会計処理を行っている。本案件では買収価格が純資産価額を下回るため、時価評価後の純資産と買収価格の差額をVOBA(Value of Business Acquired: 既契約に関わる無形固定資産)として負債に計上する。償却方法は、今後買収会計を進めていく過程で監査法人と協議したうえで決定するため、現時点でのコメントは差し控えるが、一般的には毎期償却し、償却額を利益認識することになる。

Q 本案件の現中計期間におけるキャッシュ貢献及び利益貢献について、どの程度の水準になるのか定量的に教えてほしい。

A PMIを経た3年後の水準を資料に示しており、それ以前の2年間については具体的な数字の公表は差し控える。ただし、VOBAの償却が利益にプラス要因となるため、統合コストによるマイナスがあったとしても、一定程度の利益を計上可能と見込んでおり、また、キャッシュについては、既契約からの資本の解放による貢献に加え、現在、TALからDLへの再保険等の取組みも検討しているため、TALへの増資の一部についても早期の回収を図っていきたい。

Q 2025年3月期のWestpac Lifeからの利益貢献見込み75百万豪ドルについて、コロナ以前の水準の150百万豪ドルまで戻らないのは何故か。また、豪州でのシェア拡大におけるメリット、デメリットがあれば教えてほしい。

A Westpac Lifeの利益水準の変化には、所得保障保険等の前提洗替えや、団体保険ビジネスからの撤退が影響している。

豪州では、金融グループに対する規制が強化される中で、銀行グループは銀行本業に集中し、保険事業は保険会社に任せるという流れがある。なお、本案件によりTALは大きくシェアを拡大することになるが、シェア拡大に伴う独占禁止法抵触の可能性について、現時点で問題がないことを現地法律事務所に確認している。

Q 5月21日の決算経営説明会で大型買収の想定はないとのコメントがあったが、本案件は大型ではなく、中小規模の案件という理解でよいか。

A 当社の過去の買収案件を振り返ると、PLCの買収は大規模と考えられる。一方、既存の子会社のキャッシュのみで買収可能なボルトオン型の案件等は、金額次第ではあるが、基本的に小規模の買収に該当する。

本案件は、これにより他の案件に取り組むことが出来なくなるといった規模ではないが、HDからTALへ増資も行うことから、中規模案件と考えている。本案件は、

TALの顧客基盤の拡大、リスクアペタイトとの適合、投資リターンが高いといった基準を満たしていることを踏まえ、買収の意思決定を行った。

#### 【資本政策・株主還元】

- Q 来期以降の資本水準とHDのキャッシュポジションについて整理したい。本案件がESRに与える影響は▲0.6%ptsと小さいが、HDからのキャッシュアウトは748億円の規模と相対的に大きい。ESRは6月末でかなり上昇しており、今後、自己株式取得で減る部分があるとしても、ESRが200%を超える状態が続いた場合、ROEの低下につながるという問題が発生する。これを踏まえると、来期以降も戦略投資をするか、自己株式取得を行っていく必要があるが、その場合に問題になるのがHDのキャッシュポジションである。このように資本が余剰である一方、キャッシュが不足している場面において、どのように経営していくのか教えてほしい。また、来期および再来期にHDが子会社等から受領するキャッシュの見通しは4,500億円と試算があったが、この金額を増やす手段はないか。
- A 6月末基準のESRが12%pts上昇している要因は、30年を超える年限の金利上昇や株価上昇による含み益の増加によるものと、市場関連リスク削減の取組みによるもので約半々と考えている。市場関連リスク削減の取組みを着実に進めてESRを改善した上で、余剰資本を戦略投資・自己株式取得に振り向けていくという大きなストーリーに変わりはない。一方、市場要因による含み益の増加等により経済価値資本が増加してESRが押し上げられ、同時にROEの分母となる会計資本も増加することで資本効率の低下につながる構造は、現在の中計策定時から課題と認識している。余剰資本の活用については、自己株式取得の未実施部分や、7月に償還したDLの約1,000億円の劣後債の影響も踏まえて検討していく。市場環境の変化に伴うESRの上昇に対し、どのようにして資本効率向上に繋げていくかという課題については、現時点で明確な解決策があるわけではない。しかしながら、当社は資本循環経営を着実に進めていくために、キャッシュベース・経済価値ベースの双方を注視しつつ、余剰資本を過度に抱えることなく、戦略投資や株主還元に向けしていくことを基本方針としている。今回の買収案件は、ご指摘の通りESRへの影響は限定的である一方、HDのキャッシュを一定程度使うことになる。現時点で約4,500億円のキャッシュ見通しのアップデートはないが、投資したキャッシュを極力早期に回収するため、PMI終了後にTALからHDへの迅速なキャッシュ還元を進めていく必要があると考えている。今回の買収案件を踏まえたTALの利益水準の向上や、TALからDLへのグループ内再保険（出再）の実施という選択肢も含め、資本循環を一層加速させていきたい。
- Q 今期の利益に基づき子会社からHDに送金される予定のキャッシュは、来期の前半

に株主還元を検討する際の還元原資として認識されるのか。

- A 現時点で、将来の株主還元を断定的に申し上げることはできないが、キャッシュの循環を高めていく方針は変わらない。DLを始めとする各子会社とは、各社の余剰資本のHDへの回金を高めるべく、毎年対話をしている。送金されたキャッシュは、戦略投資や株主還元に戻していくよう、逐次その時の状況を踏まえて意思決定していきたい。

【業績関連】

- Q 新契約業績について、今期、DLは組織の営業目標を設定しない運営を行っているが、営業実績は当初想定と比較してどのような印象か。

また、商品ミックスの観点から、各営業職員が売やすい商品を売っているなど、新契約マージンが低下する等の悪影響は出していないか。

- A 資料の5ページに記載した通り、国内3社合計の新契約価値は、通期予想に対して進捗率が20%、DL単体では19%である。DLは、コロナ禍の影響や、営業目標を設定しない運営の影響もあるかもしれない。加えて、この第1四半期では、生涯設計デザイナーが1月に発売した新商品を既契約者中心に提案してきた結果、保障見直しを中心となったこともあり、販売件数や新契約年換算保険料には一定の成果があった一方、新契約価値では低い進捗率に繋がった。
- なお、7月に発売した新商品は、お客さま層の点で第1四半期とは違った傾向が出ている。コロナ禍による活動制限が一定程度あるため現時点で強気というわけではないが、営業現場の革新も含めて今後も着実に取り組んでいきたい。

- Q DLの運用実績が利息配当金等収入や有価証券売却益によって通期計面对比で高い進捗率となっているが、要因を教えてください。

- A 順ざやの進捗率が高い要因は、これまでの出再による予定利息の減少に加えて、国内株式の増配や投資信託からの配当の上振れによる、利息配当金等収入の増加が主な要因である。一方、キャピタル損益における有価証券売却益については、責任準備金対応債券のリバランスや外国株式のポートフォリオ入替え等から発生した売却益が、外国債券の入替えにより発生した売却損とオフセットしてもなお、予算対比でプラスに効いている。金融派生商品損益は、大きな市場環境の変動があった前年同期とは単純比較ができないが、第1四半期で150億円の損失となっており、予算対比ではやや進捗が悪いと認識している。

- Q DFLのMVA(市場価格調整)関連損益がプラスとなった背景を教えてください。

- A MVA関連損益の計算は、新契約への付与利率で決まるようになっている。第1四半期を通じて米金利は低下したが、付与利率ベースで見ると、購入債券のスプレッ

ド等を踏まえて、むしろ上昇している。実際の金利動向とMVA損益の動きが違ってくることがある。

**Q** PLCの第1四半期の利益は107百万米ドルと高い進捗にある。どのように評価しているか。

**A** PLCの利益は、営業利益と純利益の差分である営業外損益が予算を上回っている。要因は、金融資産の時価評価による評価益の部分と、商業モーゲージローン投資に対するCECL（現在予想信用損失）の回復の影響が大きい。特にCECLの回復は、予算上に織り込んでいなかったこともあり、進捗率に貢献している。

**Q** PLCは経済環境要因により純利益が上振れているので、見通し難いということか。

**A** 足元では経済環境要因による営業外損益の寄与が続いているため、今後の動向も踏まえつつ、必要があれば予想修正を検討する。

**Q** 第2四半期以降のグループ修正利益を考えたい。DFLの修正利益が上振れているが、このトレンドは今後も続くのか。PLCでは、米国のコロナウイルスの感染状況によってどの程度の影響が出る可能性があるか。また、第一生命が実施予定の再保険（出再）の規模（責任準備金3,000億円）は、今後の利益進捗によって変更されることはあるのか。

**A** DFLでは、市場変動によって保有契約のターゲット到達に伴う債券売却益等が増加し、高い進捗率となっている。PLCでは、2020年度第4四半期と比較してコロナによる死亡発生状況は改善傾向にあるものの、状況は今後も注視する必要がある。グループ修正利益全体は、特にDLの市場環境要因による上振れから現時点で高い進捗率となっているが、市場環境の悪化など、相応に下振れリスクもあり、慎重に見る必要がある。出再の具体的な金額の変更可能性について、現時点では申し上げられないが、市場関連リスク削減は、極力進めていきたいとは考えている。

**Q** 第1四半期末までのグループEEVの変動要因を教えてください。

**A** 新契約価値の海外部分は第1四半期では非計測となっている。国内3社は資料に示しているとおり、250億円であった。その他で大きな増加要因は、30年を超える年限の金利上昇の影響で、DLにおいてプラス1,600億円となっている。

#### 【その他】

**Q** 海外の再保険会社であるRGAが、DLとの責任準備金2,000億円の再保険契約の締結を発表している。今期想定する3,000億円の差分である1,000億円は、別途取り組む予定か。

A RGAが公表した再保険は、当社にとっては昨年度に関するものであり、5月に公表した決算に既に取り込まれている。

**Q 地銀株の売却について観測記事が出ているが、どの程度進捗しているのか。**

A 個別の株式に関するコメントは差し控えさせていただきます。

当社は現中計において、他社に先駆けて株式リスク削減を打ち出している。株式リスク削減は、計画どおりに売却を実施しており、また、売却計画のリスク削減効果の早期実現となる、デリバティブを用いたヘッジポジションの構築も進めている。

(注) 上記内容については、理解しやすいように、部分的に加筆・修正しています。

[会社名略称] HD：第一生命ホールディングス、DL：第一生命、DFL：第一フロンティア生命、PLC：米国プロテクティブ、TAL：豪州TAL

#### 【免責事項】

本資料の作成にあたり、第一生命ホールディングス株式会社（以下「当社」という。）は当社が入手可能なあらゆる情報の正確性や完全性に依拠し、それを前提としていますが、その正確性または完全性について、当社は何ら表明または保証するものではありません。本資料に記載された情報は、事前に通知することなく変更されることがあります。本資料およびその記載内容について、当社の書面による事前の同意なしに、第三者が公開または利用することはできません。

将来の業績に関して本資料に記載された記述は、将来予想に関する記述です。将来予想に関する記述には、これに限らず、「信じる」、「予期する」、「計画」、「戦略」、「期待する」、「予想する」、「予測する」または「可能性」や将来の事業活動、業績、出来事や状況を説明するその他類似した表現が含まれます。将来予想に関する記述は、現在入手可能な情報をもとにした当社の経営陣の判断に基づいています。そのため、これらの将来に関する記述は、様々なリスクや不確定要素に左右され、実際の業績は将来に関する記述に明示または黙示された予想とは大幅に異なる場合があります。したがって、将来予想に関する記述に依拠することのないようご注意ください。新たな情報、将来の出来事やその他の発見に照らして、将来予想に関する記述を変更または訂正する一切の義務を当社は負いません。